

# Markt van green bonds nog onderbelegd

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius Fotografie



Gegeven de sterke trend in de markt ten gunste van ESG-beleggen en Impact Investing zullen de vraag naar en de uitgifte van green bonds de komende jaren enorm toenemen. Dat komt mede doordat landen minder afhankelijk willen worden van fossiele brandstoffen en er massaal wordt ingezet op hernieuwbare energie.

### Kan er een goed gediversifieerde groene obligatieportefeuille worden opgebouwd uit bedrijfsobligaties, of zijn er nog steeds staats- en semi-overheidsobligaties nodig voor diversificatie en risicobeheer?

**Viktor Stunnenberg:** ‘De markt is nog steeds niet gediversifieerd genoeg om een beleggingsportefeuille puur bestaande uit bedrijfsobligaties op te bouwen. Groene bedrijfsobligaties worden vooral uitgegeven door financials en nutsbedrijven. Er zijn nauwelijks bedrijven uit andere sectoren die green bonds uitgeven. Er zijn enkele andere emissies geweest, maar deze bleken veelal niet groen genoeg om in te investeren. Slechts ongeveer 2% van de groene euromarkt is niet gerelateerd aan financials of nutsbedrijven.’

**Charles Portier:** ‘De Verenigde Staten vormen een groot deel van de vastrentende markt wereldwijd. Maar de groene obligatiemarkt daar is niet echt diep. Dat wil zeggen: niet omvangrijk genoeg om een groene en duurzame obligatieportefeuille op te bouwen. Dat is zorgelijk.’

**Ella Hoxha:** ‘Omdat de groene obligatiemarkt nog niet omvangrijk genoeg is, kun je diversificatievoordelen krijgen door feitelijk te alloceren naar een CO<sub>2</sub>-arme portefeuille. Je kunt staatsobligaties gebruiken om de CO<sub>2</sub>-footprint van je portefeuille te verlagen. Er zijn bepaalde diversificatievoordelen verbonden aan het opnemen van zowel traditionele nominale obligaties als duurzaamheidsobligaties.’

**Bram Bos:** ‘In een groene bedrijfsobligatieportefeuille zijn geen vervuulende sectoren aanwezig waarnaar je, zeker op de lange termijn, liever geen exposure wilt hebben. Denk aan fossiele brandstoffen, mijnbouw en chemie. Dat beperkt de diversificatie, maar zorgt er op de lange termijn voor dat je jouw portefeuille juist beschermt tegen bepaalde ESG- en klimaatrisico's. Wij denken dat het nu wel het goede moment is om een deel te alloceren naar groene bedrijfsobligaties.’

**Willem Bouwman:** ‘Voor het opbouwen van een groene obligatieportefeuille kijken wij naar sectoren waarvan we denken: ja mooi, als we daarin beleggen, dan slaan we de juiste weg in.’

### In hoeverre is actief beheer in staat om extra rendement te genereren in green bonds?

**Fred Wouters:** ‘Ik denk dat het mogelijk is om met een heel actieve handelsstrategie extra rendement te genereren. Maar omdat de meeste beleggers green bonds waarschijnlijk kopen voor de lange termijn, is dat niet echt iets waar ze naar streven.’

**Bos:** ‘Op de lange termijn zou actief beheer van een groene obligatieportefeuille extra rendement moeten genereren, maar dat is moeilijk te meten. Ik denk dat wij sinds 2016 gemiddeld zo'n 40 basispunten outperformance hebben laten zien.’

**Stunnenberg:** ‘Naast het behalen van alpha wil je natuurlijk niet beleggen in green bonds die niet echt groen zijn. Het niet investeren in obligaties die volgens ons beoordelingsraamwerk niet groen genoeg zijn, is een actieve keuze.’

**Hoxha:** ‘Wij zijn zeker voorstander van actief beheer. Maar vanwege het gebrek aan diepte in de groene obligatiemarkt, de grote vraagpremie en omdat we nog geen bewijs hebben dat er voldoende premie is om binnen te halen, denken wij dat green bonds deel moeten uitmaken van een mandje van oplossingen, niet alleen dat ene duurzame obligatiefonds.’

**Portier:** ‘Er zijn twee manieren om actief te zijn in een groene obligatiestrategie: >

### Voorzitter:

**Sevinç Acar**  
NN Group

### Deelnemers:

**Bram Bos,**  
NN Investment Partners  
**Willem Bouwman,**  
ABN AMRO  
**Ella Hoxha,**  
Pictet Asset Management  
**Charles Portier,**  
Mirova (onderdeel van Natixis Investment Managers)  
**Viktor Stunnenberg,**  
Achmea Investment Management  
**Fred Wouters,**  
Pensioenfondsen UWW



### VOORZITTER

Sevinç Acar

Sevinç Acar is Head of Public Markets bij NN Group. In deze rol is zij verantwoordelijk voor de publieke vastrentende producten en aandelen van de beleggingsportefeuille van NN. Daarvoor was zij Investment Director Fixed Income bij PGGM. Acar is ook lid van het beleggingscomité van het pensioenfonds van AkzoNobel en Nouryon. Zij heeft een Master in Bedrijfseconomie van de Universiteit Maastricht.



**Bram  
Bos**

Bram Bos is sinds 2016 Lead Portfolio Manager Green, Social and Impact Bonds bij NN Investment Partners. Voordat hij in 2015 bij NN IP kwam, bekleedde hij verschillende functies bij Uninvest, Nomura Singapore, APG en Fullerton Fund Management. Hij begon zijn carrière bij ABP. Bos behaalde zijn Master in Economie aan de Erasmus Universiteit van Rotterdam. Hij was van 2014-2018 lid van de UN PRI Fixed Income Steering Committee.



**Willem  
Bouwman**

Willem Bouwman is Senior Portfolio Manager Fixed Income Sustainable bij ABN AMRO Private Banking. Bouwman is afgestudeerd in Economie aan de Universiteit van Tilburg en is CEFA/VBA-gecertificeerd. Sinds 2012 is hij verantwoordelijk voor het beheer van de discretionaire vastrentende vermogensbeheerportefeuilles voor private banking-klanten en sinds 2018 voor de duurzame portefeuilles.



**Ella  
Hoxha**

Ella Hoxha is eind 2018 begonnen bij Pictet Asset Management als Senior Investment Manager in het Global Bonds Team. Eerder heeft Hoxha zeven jaar gewerkt bij Wellington Management als Managing Director en Fixed Income Portfolio Manager en daarvoor acht jaar bij Invesco Asset Management. Hoxha is afgestudeerd in International Finance aan de University of Westminster en is CFA-charterholder.



**Charles  
Portier**

Charles Portier is Senior Portfolio Manager binnen het vastrentende team van Mirova. Hij begon zijn carrière in vastrentende waarden in 2008 als Assistent Portefeuillebeheerder voor Natixis Asset Management. Portier ging in 2016 bij Mirova werken. Sinds 2012 is hij tevens betrokken bij beleggingen in green bonds. Verder is Portier Bestuurslid van de Green Bond Principles en is hij Medevoorzitter van de werkgroep Social Bonds.



**Viktor  
Stunnenberg**

Viktor Stunnenberg is sinds 2015 werkzaam bij Achmea Investment Management en is Lead Portfolio Manager Green Bonds. Hiervoor heeft hij gewerkt als Portfolio Manager Fixed Income bij Uninvest en Pensioenfonds Hoogovens. Stunnenberg heeft Economie en Financieel Recht gestudeerd aan de Erasmus Universiteit van Rotterdam. In 2010 heeft hij de VBA-opleiding voltooid aan de Vrije Universiteit in Amsterdam.



**Fred  
Wouters**

Fred Wouters is Senior Beleggingsspecialist en ESG Officer bij Pensioenfonds UWV. Daarnaast is hij lid van de Raad van Toezicht van Bedrijfstakpensioenfonds Mode Interieur Tapijt & Textiel (MITT). Voorheen was Wouters werkzaam als Portfolio Manager bij Kempen Capital Management en DNB Asset Management. Hij studeerde cum laude af in Economie en Finance aan de Universiteit van Amsterdam.

bottom up en top down. Een bottom up-benadering is met name gericht op de waardering van de green bond. Is die bijvoorbeeld niet te duur? Bij de top down-benadering kun je de looptijd en de regio kiezen. Bij dezelfde emittent van groene obligaties kun je de keuze maken voor bijvoorbeeld een lagere duration. Allocatie is echt de sleutel om actief te zijn in de top down-benadering.'

### **Zijn groene obligaties, gezien de volatiliteit van de markten tot nu toe dit jaar, een geschikte vervanging voor een traditionele vastrentende allocatie?**

**Bouwman:** 'Beleggers in green bonds zijn meer strategisch en op de lange termijn gericht dan traditionele obligatiebeleggers. Dat maakt het moeilijker om deze markt te betreden. Ik denk dat het erom gaat hoe je in de markt komt en hoe je het vanaf dat moment volhoudt.'

**Wouters:** 'Dat hangt af van het doel van je vastrentende allocatie. Als je obligaties in portefeuille houdt voor LDI-doeleinden is de liquiditeit van het grootste belang. Voor ons als pensioenfonds moet de beleggingsportefeuille als geheel liquide genoeg zijn en een hoge kredietkwaliteit hebben.'

### **Zijn vanwege de cruciale rol van de groene obligatiemarkt voor het bereiken van een CO<sub>2</sub>-arme economie vrijwillige normen nog steeds geschikt?**

**Portier:** 'Als je impact wilt hebben op het milieu, kun je ook in andere producten

**'Wel zien we dat het marktaandeel van green bonds is gestegen. Ik denk dat we de komende zes tot twaalf maanden een inhaalslag kunnen verwachten.'**

dan green bonds beleggen. Er zijn nogal wat bedrijven die geen groene obligaties uitgeven, maar wel een milieustrategie hebben. Denk bijvoorbeeld aan recycling- en waterzuiveringsbedrijven, die in de kern groen zijn. Investeer in die bedrijven. Zij leveren een oplossing voor veel milieu-uitdagingen. Green bonds zijn echt belangrijk als je wilt dat je geld als 'groen' wordt gemarkeerd. Dat speelt vooral bij staats- en semi-overheidsobligaties. Bij corporates is het vooral belangrijk om echt in de strategie van een bedrijf te graven om te zien of het bedrijf bijdraagt aan oplossingen voor de milieu-uitdagingen waar we voor staan.'

**Wouters:** 'Minder deskundige beleggers, die vatbaar zouden kunnen zijn voor pogingen tot greenwashing, zouden enigszins beschermd kunnen worden door het gebruik van normen. Professionals moeten echter hun eigen analyse doen, ongeacht of de obligatie groen gelabeld is of niet.'

**Stunnenberg:** 'Wij geven de voorkeur aan standaardnormen, want die maken het makkelijker om informatie te verwerken en te analyseren. Verder moet je natuurlijk je eigen huiswerk doen.'

**Bos:** 'Ik denk dat het goed is dat groene obligaties moeten voldoen aan standaarden. Dat geeft een soort garantie. Wel zijn we van mening dat de standaarden in eerste instantie niet te streng zouden moeten zijn. We zien eventuele normen als een soort minimum waar green bonds aan zouden moeten voldoen en deze minimumstandaarden kunnen met de ontwikkeling van de markt indien nodig worden aangepast.'

**Hoxha:** 'Standaarden kunnen soms remmend werken, maar ze zorgen wel voor een level playing field. In die zin zijn normen goed en ik denk dat we meer mondiale normen nodig hebben. Dat zal waarschijnlijk nog lang duren, waarbij iedereen vermoedelijk naar Europa zal kijken. Natuurlijk zullen alle bedrijven, beleggingsmaatschappijen, pensioenfondsen, enzovoort, met een sterk ESG-imago ook hun eigen criteria hebben.'

**'Ik denk dat de uitgifte van een groene obligatielening iets moet zeggen over het hele uitgifteprofiel van het betreffende bedrijf. Anders heeft deze geen waarde.'**

**Met de opbrengst van groene obligaties worden groene projecten gefinancierd. Bedrijven doen echter geen toezeggingen over in welke mate deze projecten moeten bijdragen aan het algehele ESG-profiel van het betreffende bedrijf. Wat is jullie mening hierover?**

**Wouters:** 'Wij zijn soms terughoudend als het gaat om de uitbreiding van onze green bond-allocatie, omdat we zorgen hebben over de toegevoegde waarde daarvan. Wat is bijvoorbeeld de impact van een groene obligatie waarmee Shell een windmolenpark financiert, terwijl hun andere activiteiten via reguliere obligaties worden gefinancierd? Ik denk dat de uitgifte van een groene obligatielening iets moet zeggen over het hele uitgifteprofiel van het betreffende bedrijf. Anders heeft deze geen waarde.'

**Portier:** 'Wat we het meest missen in de groene obligatiemarkt zijn KPIs en doelstellingen. Daarvan zijn er meer nodig om echt verbeteringen te kunnen zien. Betrokkenheid is ook essentieel. Je moet je engageren om precies te zien hoe de groene projecten in de algemene strategie van het bedrijf passen en of alle impacts worden gerapporteerd. We moeten ervoor zorgen dat de verschillende strategieën en alle projecten de CO<sub>2</sub>-footprint van het bedrijf verbeteren.'

**Hoxha:** 'Wat het gebruik van de opbrengsten van green bonds betreft, is er in principe een minimumnorm. Wij hebben besloten een grens te trekken en alles wat daaronder ligt, bekijken we niet echt. Zo kunnen we een en ander op een uniforme, samenhangende manier bekijken. Wij hanteren een eigen beoordelingsmechanisme, maar maken ook gebruik van externe kennis. Er is nog wel veel ruimte >

voor verbetering. Een onafhankelijke audit is nu misschien nog niet urgent, maar in de toekomst zou dat welkom zijn.’

**Veel regeringen wereldwijd hebben toegezegd om in 2050 een net zero uitstoot van koolstofdioxide te bereiken. Tot nu toe lopen de opkomende markten in vergelijking met de ontwikkelde markten achter als het gaat om de uitgifte van nieuwe green bonds. Wat zijn de vooruitzichten op dit gebied?**

**Portier:** ‘De uitgifte van groene obligaties in Emerging Markets loopt duidelijk achter bij die in ontwikkelde landen. Er is tijd nodig en er zijn meer emittenten uit opkomende landen nodig om die achterstand te verkleinen. Landen als Thailand, Peru, de Filipijnen, Maleisië en Egypte hebben recent green bonds uitgegeven. Ik denk dat de groene obligatiemarkt in opkomende landen zo’n 10 tot 15% van de totale markt uitmaakt. Dat is niet slecht, maar er is tijd nodig om die markt verder te ontwikkelen.’

**Hoxha:** ‘Sinds 2010 is het tempo van de expansie in de wereldwijde obligatiemarkt enorm omhooggegaan. De toename in de laatste elf, twaalf jaar bedroeg ongeveer \$ 37 biljoen. Alleen al in de opkomende markten was de toename zo’n \$ 17 biljoen, dus een flinke stijging van EM-financiering. In de groene obligatieruimte is dat deel van de markt natuurlijk klein, maar de groeimogelijkheden zijn enorm. Wij voorspellen dat er circa \$ 60 biljoen aan klimaatobligaties nodig is om het klimaatprobleem op te lossen. De opkomende markten zullen een deel van de oplossing moeten zijn.’

**Portier:** ‘China is snel de uitgifte van groene en duurzame obligaties aan het verhogen. Wij kunnen niet beleggen in Chinese emissies vanwege governance-issues, maar dat de Chinezen steeds green bonds uitgeven, kan voor heel Azië misschien een stimulans zijn.’

**Bos:** ‘We zijn het er geloof ik allemaal over eens dat we meer moeten doen met betrekking tot de uitgifte van groene obligaties in Emerging Markets. Voor emittenten in opkomende markten is het lastiger om green bonds uit te geven. Dat komt enerzijds doordat veel Emerging Markets nog moeten beginnen aan de energietransitie en nog lang niet zover zijn als veel ontwikkelde landen. Het toepassen van green bond-standaarden die we hier bijvoorbeeld in Europa gebruiken, zal de energietransitie in Emerging Markets waarschijnlijk niet versnellen. Het introduceren van een soort EM-green bond standaard kan hierbij helpen. Uiteindelijk zal in die landen de CO<sub>2</sub>-uitstoot sterk moeten worden teruggedrongen om de klimaatcrisis te lijf te gaan. We moeten ze dus zeker niet uitsluiten. Wel zijn we van mening dat opkomende landen en emittenten zelf ook stappen moeten zetten, onder meer op het gebied van transparantie en meer mogelijkheden tot dialoog.’

**Wouters:** ‘Voor de emissie van groene obligaties in opkomende markten zouden minder strenge normen nuttig kunnen zijn. Wij investeren nog steeds in die landen, maar niet in de ergste schenders van mensenrechten of van arbeidsrechten. Maar als bijvoorbeeld landen als Mozambique niet dezelfde normen hanteren voor klimaatmitigatie zoals wij, dan hebben we voor dat soort landen andere normen.’

**Bouwman:** ‘Ik zeg altijd dat Indonesië geen Zwitserland is. Er is een groot welvaartsverschil tussen beide landen en Indonesië heeft kapitaal nodig, met name uit westerse landen, om vooruit te komen. Daar leggen we de lat lager dan in Zwitserland. Tot op zekere hoogte zou je kunnen argumenteren dat je er beter aan doet te beleggen in een normale obligatie uit Indonesië dan in een green bond uit Zwitserland.’

**‘Wij voorspellen dat er circa \$ 60 biljoen aan klimaatobligaties nodig is om het klimaatprobleem op te lossen. De opkomende markten zullen een deel van de oplossing moeten zijn.’**

### Wat hebben opkomende markten nodig om de uitgifte van groene obligaties op te voeren?

**Bos:** ‘Echt belangrijk zijn transparantie en betrokkenheid. In Europa is het vrij gebruikelijk om green bonds-roadshows te organiseren voordat een green bond-uitgifte plaatsvindt, maar in de Verenigde Staten en Emerging Markets is dat helaas nog niet het geval. Als opkomende markten over het algemeen hun transparantie en de mogelijkheden tot dialoog kunnen vergroten en wij in staat zijn om een beetje meer ontspannen normen toe te passen op de uitgifte van groene obligaties, zou dat kunnen helpen om de markt hiervoor aanzienlijk te laten groeien.’

**Hoxha:** ‘Er is echt meer diepte in de groene obligatiemarkt nodig en die komt er als het aantal emissies toeneemt. De komende vijf jaar zal er waarschijnlijk veel veranderen. Impactfondsen zullen een groot deel van de vraag naar groene obligaties stimuleren. Het is prima om emittenten uit ontwikkelde markten te financieren, maar het is noodzakelijk om de opkomende landen eveneens aan tafel te noden. Ook om egoïstische redenen, vanwege de rendementsverschillen. Chili is een succesvolle emittent van groene obligaties en vormt een goed rolmodel. Waarschijnlijk krijgen we een aantal van de grotere emittenten zover om dit voorbeeld te volgen, want er is zeker vraag naar groene obligaties uit opkomende landen.’

**Portier:** ‘De politiek speelt een belangrijke rol en is de sleutel voor de emissie van meer staatsobligaties, met name in opkomende landen. De klimaatverandering voltrekt zich sneller dan vrijwel iedereen had gedacht. Kijk naar wat er bijvoorbeeld gebeurt in Pakistan en India. Misschien dat politici uit opkomende landen hier lering uit trekken en zo de uitgifte van green bonds vooruithelpen.’

**Hoe kan worden voorkomen dat groene obligaties worden uitgegeven door bedrijven en overheden om hun groene activiteiten te financieren, terwijl ze grijze obligaties blijven uitgeven om hun vervuilende activiteiten te financieren?**

**Stunnenberg:** ‘Ik denk dat bedrijven altijd manieren zullen proberen te vinden om sommige normen, bijvoorbeeld op klimaatgebied, te omzeilen. Het is dan aan de belegger daar alert en kritisch op te blijven en er een oordeel over te vellen.’

**Portier:** ‘Wij vinden het niet erg om in de olie- en gasindustrie te investeren als het betreffende bedrijf maar naar een 2°C-scenario verschuift. Om naar dit scenario over te schakelen, moet je veel in groen investeren en niet in grijs. Is de strategie van het bedrijf op weg naar een 2°C-scenario of niet? Onze rol is om bedrijven te helpen bij het omschakelen naar een model dat dit scenario respecteert.’

**Wat verwachten jullie voor de uitgiftentrends van green bonds in 2022. Zal de bezorgdheid over energiezekerheid als gevolg van de oorlog in Oekraïne de aantrekkelijkheid van groene obligaties voor emittenten en beleggers doen toenemen of doen afnemen?**

**Bos:** ‘In de eerste zes maanden van dit jaar is er voor ongeveer € 200 miljard aan groene obligaties uitgegeven. Dat is minder dan gedacht, maar dit is in lijn met de algehele obligatiemarkt. Door de volatiliteit in de financiële markten alsmede de stijgende rente zijn er veel minder obligaties uitgegeven, zowel groen als niet groen. Wel zien we dat het marktaandeel van green bonds is gestegen. Ik denk dat we de komende zes tot twaalf maanden een inhaalslag kunnen verwachten. Dat zagen we namelijk ook in 2020, toen er veel onzekerheid was in de financiële markten toen de COVID-19-crisis uitbrak. De voorspelde € 600 miljard is waarschijnlijk wel aan de hoge kant. Je ziet nu dat een heleboel landen zich realiseren dat ze op de lange termijn minder afhankelijk moeten worden van fossiele brandstoffen als gevolg van de oorlog in Oekraïne. Er wordt massaal ingezet op >

‘Tot op zekere hoogte zou je kunnen argumenteren dat je er beter aan doet te beleggen in een normale obligatie uit Indonesië dan in een green bond uit Zwitserland.’

## ‘Wij geloven dat de greenium de komende jaren zal verdwijnen als er veel meer groene obligaties op de markt komen.’

hernieuwbare energie, wat natuurlijk de uitgifte van groene obligaties stimuleert.’

**Hoxha:** ‘Wij hebben voor dit jaar een emissieniveau van groene obligaties van \$ 525 miljard geprojecteerd. Gegeven de grote trend in de markt voor ESG-beleggen en Impact Investing denk ik dat we ons niet te veel moeten concentreren op de pijplijn voor dit jaar. In de komende vier tot vijf jaar kun je verwachten dat dit ten minste met een factor vier zal toenemen.’

**De prijsdynamiek van groene obligaties is al lang een van de meest fascinerende debatten binnen de markten. Is de greenium nog steeds zichtbaar?**

**Stunnenberg:** ‘De greenium verschilt per sector, het is moeilijk om daar een eenduidig antwoord op te geven. Je ziet wel dat nieuwe emittenten en nieuwe sectoren vaak met heel aantrekkelijke premies werken om beleggers voor groene obligaties te interesseren.’



**Portier:** ‘Wij geloven dat de greenium de komende jaren zal verdwijnen als er veel meer groene obligaties op de markt komen. Als je over alle sectoren heen genoeg green bonds hebt, dan is er geen sprake van een probleem met greeniums. Toen ik tien jaar geleden voor het eerst in groene obligaties belegde, ging het niet om greeniums, maar om liquiditeit. We moesten klanten bewijzen dat groene obligaties inderdaad liquide zijn. Nu gaat het allemaal over prijzen. Beleggers hebben het over de prijsstelling van green bonds in plaats van over de effecten daarvan.’

**Volgens Morningstar zijn er ESG-fondsen die meer dan één biljoen dollar aan assets onder beheer hebben. Regelgevers in Europa hebben regels ingevoerd die ervoor moeten zorgen dat fondsen hun duurzaamheidsclaims waarmaken. Zien jullie in die context parallellen met de dotcom-zeepbel en de oververhitte hypotheekmarkt die voorafgingen aan de wereldwijde financiële crisis in 2008?**

**Bouwman:** ‘Groene obligaties hebben natuurlijk gebreken. Ze vormen niet de heilige graal van de beleggingswereld of iets dergelijks. Het gaat om een nieuwe innovatie en wij zijn aan het uitzoeken hoe we daarmee om moeten gaan. Ik denk wel dat we allemaal aanvoelen dat het in principe om een goede zaak gaat.’

**Wouters:** ‘De meeste institutionele beleggers zullen goed in staat zijn om onderscheid te maken tussen echte groene obligatiefondsen en groengewassen fondsen. Voor minder ervaren retailbeleggers zou het een probleem kunnen zijn dat de verwachtingen niet overeenstemmen met de realiteit.’

**Bos:** ‘Er is op dit moment zeker geen sprake van een hype. Indien groene obligaties tegen veel lagere coupons worden uitgegeven in vergelijking met gewone obligaties, zou dit een teken kunnen zijn dat de markt niet in evenwicht is, maar daar is op dit moment helemaal geen sprake van.’

**Portier:** ‘We zijn nog lang niet aan een bubbel toe, dat is duidelijk. We hebben

meer emittenten van groene obligaties nodig.’

**Hoxha:** ‘We weten allemaal dat we tot nu toe duidelijk hebben gefaald in het bieden van oplossingen voor waarschijnlijk het grootste probleem waar de mensheid nu voor staat. Een groot deel van de oplossing moet van het beleid komen, maar ook van de publieke opinie. Dat deel moet gefinancierd worden en dat is de rol die wij allemaal spelen. Hoe zal dat uitpakken op de lange termijn? Waar zouden bubbels kunnen zijn? Als je kijkt naar de beschikbare oplossingen, lijkt het mij een beetje een wildwest of een jungle, in de zin van na-gaan wat nu echt impact heeft of niet. Zeepbellen kunnen bestaan op het vlak dat je ziet, namelijk dat veel strategieën die suggereren dat ze impactgedreven, hoog-gewaardeerd of ESG-gericht zijn, dat niet blijken te zijn. Dus denk ik dat het onderscheid gaat komen van de differentiatie van de spelers en wat er in de toekomst voor klanten wordt aangeboden. Maar de feitelijke vraag naar financiering zal er zijn en wij zullen aan die vraag moeten voldoen.’

**Stunnenberg:** ‘Er zijn helaas partijen in de markt die proberen te profiteren van het aanbieden van duurzaamheid, terwijl daar niet altijd sprake van is. Als we naar de markt van groene obligaties kijken, is die onderbelegd en juist niet overbelegd, zoals destijds de dotcom- en hypotheekmarkt.’

### **Hoe kun je als belegger de impact maximaliseren door te beleggen in de ESG-obligatiemarkten?**

**Hoxha:** ‘Aangezien green bonds ons niet het aanbod kunnen bieden om de gevraagde oplossing te creëren, hebben we besloten het te doen door gewoon naar de feiten te kijken. We kijken naar wie zijn emissies op den duur vermindert en wie de efficiëntie van die emissies in de loop van de tijd verbetert. Als je een en ander combineert en er wetenschappers bijhaalt om je te helpen alles goed te begrijpen, dan ben je geïnformeerd over hoe je moet investeren om je CO<sub>2</sub>-footprint te verlagen.’

**Portier:** ‘Ik denk dat we ons te veel richten op normen en labels en te weinig op

**‘Bedrijven zullen altijd manieren vinden om normen te omzeilen. Het is dan aan de belegger daar alert en kritisch op te blijven en er een oordeel over te vellen.’**

impact. Je moet groene obligaties scherp selecteren. Circa 60% van de wereldwijde green bonds komt niet door onze screening. Je moet ervoor zorgen dat de emittent van groene obligaties het te financieren project en engagement respecteert. Dat lijkt heel eenvoudig, maar is juist heel moeilijk. Je hebt een sterk ESG-onderzoeksteam nodig. Zonder zo’n team geen impact. Om een goede oplossing te vinden, moet je het probleem kennen. En om het probleem te kennen, moet je de trend en de uitdaging kennen.’

**Bos:** ‘Hoe maximaliseren we impact? Toewijding is echt belangrijk. Dat betekent onder andere de juiste mensen met de juiste achtergrond inschakelen. Wij beschikken over vijf analisten die zich uitsluitend richten op groene obligaties, met achtergronden in bijvoorbeeld milieuwetenschappen. Dat zijn mensen die je echt nodig hebt om een portefeuille op te bouwen en impact te maximaliseren.’

**Sustainability Linked Bonds (SLBs) zijn in het licht van hun stijgende populariteit onderwerp van veel discussies geworden. Critici vrezen dat zij een middel kunnen zijn voor minder scrupuleuze emittenten van bedrijfsobligaties om de controle te omzeilen die wordt toegepast op meer conventionele groene obligaties. Zijn deze zorgen terecht?**

**Bos:** ‘Als je kijkt naar het soort emittenten dat SLBs op de markt heeft gebracht, moet je je van het risico van greenwashing bewust zijn. Maar als je met enige zekerheid kunt vaststellen welke impact SLBs kunnen hebben, dat er sprake is van een positieve bijdrage, moeten we ze zeker naast groene obligaties hun werk laten doen.’



**Stunnenberg:** ‘Wij denken dat deze markt interessant zou kunnen zijn. Ze kunnen bijdragen aan diversificatie binnen de portefeuille. Voor bedrijven die niet in staat zijn om groene obligaties uit te geven, zouden sustainability linked bonds een oplossing kunnen zijn. SLBs zijn overigens iets heel anders dan groene obligaties, dus voegen wij ze niet toe aan onze green bonds.’

**Hoxha:** ‘Ik denk dat meer ruimte voor problematische situaties met duurzame obligaties de deur opent voor mogelijk wangedrag. Daar zijn zeker voorbeelden van te noemen. Maar ik denk dat we alle hulp nodig hebben die we kunnen krijgen om zo snel mogelijk voor duurzaamheid te zorgen. Dat is ook een van de redenen waarom ik vind dat er bepaalde normen moeten gelden om het speelveld gelijk te trekken. Met SLBs maak je de situatie misschien nog ingewikkelder, maar het is beter om ze te hebben dan om ze niet te hebben.’

**Portier:** ‘De SLB-markt is sinds 2020 booming. Er zijn echter veel zogenoemde vuile SLBs omdat het heel gemakkelijk is om ze uit te geven, veel makkelijker dan groene obligaties. Toch, als je naar impact kijkt, is het niet goed om alleen naar groene obligaties te kijken. Je moet naar alle groene spelers kijken, ook naar SLBs. Maar je moet ze wel zorgvuldig screenen,

‘Standaarden kunnen soms remmend werken, maar ze zorgen wel voor een level playing field. In die zin zijn normen goed en ik denk dat we meer mondiale normen nodig hebben.’

‘Je moet naar alle groene spelers kijken, ook naar SLBs. Maar je moet ze wel zorgvuldig screenen, weten wat hun strategie is en wat ze financieren.’

weten wat hun strategie is en wat ze financieren. In de SLB-markt moet je helaas heel voorzichtig opereren.’

**Wouters:** ‘Wij zien SLBs als de op één na beste optie. Onze voorkeur gaat uit naar groene obligaties. SLBs kunnen van toegevoegde waarde zijn voor die bedrijven en sectoren die op korte termijn niet hun hele businessmodel kunnen veranderen, maar wel enige incrementele verbetering in hun productieprocessen willen aanbrengen.’

#### Tot slot, wat willen jullie nog opmerken?

**Bos:** ‘Wacht niet en ga nu investeren in groene obligaties.’

**Stunnenberg:** ‘Investeren in groene obligaties zorgt echt voor impact.’

**Hoxha:** ‘Green bonds zijn een deel van de oplossing voor het klimaatprobleem. Wij kiezen voor een impactgedreven aanpak en proberen een kwantitatieve analyse te combineren met een wetenschappelijke benadering. In feite voegen we de daad bij het woord door zeer actief in te zetten op de groene obligatiemarkt.’

**Portier:** ‘Er zijn geen redenen om niet in groene obligaties te beleggen. Wij hebben laten zien dat ze zowel milieu-impact als financiële impact kunnen hebben. Onder andere groene obligaties zijn nodig om de energietransitie te financieren.’

**Bouwman:** ‘Groene obligaties horen thuis in alle obligatieportefeuilles. Ik hoop dat de diversificatie in de markten zal groeien.’ ■

### IN HET KORT

De groene obligatiemarkt is nog niet diep genoeg om een goed gediversifieerde portefeuille op te bouwen.

Op de lange termijn zou actief beheer van een groene obligatieportefeuille extra rendement moeten genereren, maar dat is moeilijk te meten.

Green bonds moeten voldoen aan standaarden. Die kunnen soms remmend werken, maar zorgen wel voor een level playing field.

Voor de uitgifte van groene obligaties in opkomende markten zouden minder strenge normen nuttig kunnen zijn.

De groeimogelijkheden van groene obligaties zijn enorm. Er wordt voorspeld dat er \$ 60 biljoen aan klimaatobligaties nodig is om het klimaatprobleem op te lossen.